

INFORME DE CALIFICACIÓN

Fecha de Corte: 31 de Diciembre de 2017

LC RISK MANAGEMENT S.A.E.C.A.

Calificación sobre la Emisión y la Solvencia del Emisor		
Calificación	Categoría	Tendencia
Programa de Emisión Global PEG USD2	pyBBB+	Sensible (-)
Definición de Categoría (Resolución CNV N° 1.241/09)		
Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con una suficiente capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero ésta es susceptible de debilitarse ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.		

"La calificación de riesgo no constituye una sugerencia o recomendación para comprar, vender, mantener un determinado valor o realizar una inversión, ni un aval o garantía de una inversión, emisión o su emisor."

FUNDAMENTOS DE LA CALIFICACIÓN

ANÁLISIS DE SOLVENCIA DEL EMISOR

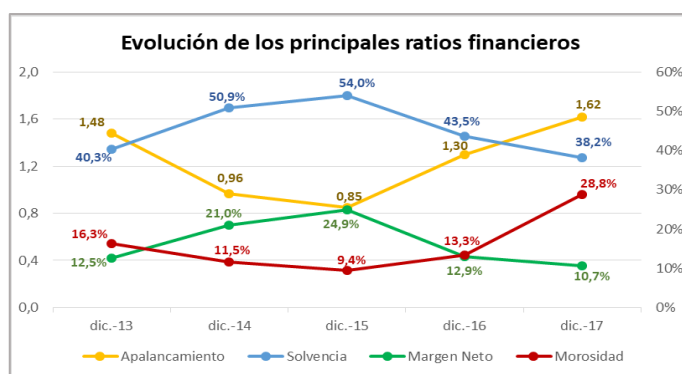
La calificación asignada a la Solvencia de LC Risk Management S.A.E.C.A. y al Programa de Emisión Global (PEG) USD2 por US\$ 2.000.000, se sustenta en los siguientes aspectos que inciden mayormente sobre el perfil de riesgo del emisor:

PRINCIPALES FORTALEZAS
Suficiente nivel de solvencia patrimonial con adecuada estructura de capital y fondeo, aunque con tendencia decreciente en los últimos 3 años.
Adecuados márgenes de utilidad bruta y operacional, pero con tendencia decreciente del margen neto en los últimos 3 años.
Alta rotación de inventario con adecuada rotación del activo operacional.
Adecuados índices de liquidez con elevado nivel de capital de trabajo.
Buen posicionamiento en su nicho de mercado con portafolio de productos diversificados y competitivos, con nuevas unidades de negocio durante el 2017.
PRINCIPALES RIESGOS
Tendencia de aumento de los niveles de endeudamiento y apalancamiento, aunque en niveles razonables para la industria.
Aumento de la morosidad de la cartera de créditos con disminución de la cobertura de provisiones, a pesar de las constantes cesiones de cartera incobrable.
Disminución de la cobertura de obligaciones con aumento del apalancamiento financiero.
Concentración en segmento de clientes de alto riesgo y vulnerabilidad. La concentración de la cartera en funcionarios públicos hace sensible a la entidad al riesgo político.

La Categoría de **pyBBB+** se sustenta en la razonable solvencia patrimonial de LC Risk, lograda en parte a través de una política conservadora de distribución de dividendos, lo que ha permitido la realización de constantes aportes de capital, así como la constitución de reservas y provisiones genéricas, lo cual ha fortalecido el patrimonio de la empresa. Asimismo, los adecuados indicadores de liquidez y el elevado nivel de capital de trabajo, constituyen un factor de fortaleza, junto con una eficiente estructura operacional, y una adecuada capacidad de venta y comercialización de un portafolio variado y competitivo de productos.

La **Tendencia Sensible** refleja las menores expectativas sobre la situación global de LC Risk, debido al deterioro de su cartera de créditos y al debilitamiento de los indicadores de solvencia, endeudamiento y rentabilidad, durante el 2017 con respecto a los años anteriores. El principal factor de riesgo constituye el aumento de la morosidad de la cartera de créditos durante los últimos años, a pesar de las constantes cesiones de cartera incobrable, debido principalmente a las dificultades para realizar las cobranzas a los funcionarios públicos, a causa del blindaje implementado por el Gobierno que establece un límite para el descuento de los salarios.

Otro factor de riesgo que contribuye con la definición **Sensible** de la tendencia de la Calificación, constituye el aumento del endeudamiento de LC Risk durante los últimos años, lo que ha generado una disminución de la solvencia patrimonial y un incremento del apalancamiento del Patrimonio Neto, aunque dichos indicadores siguen dentro de rangos razonables para la industria. Además, el mayor endeudamiento ha generado un aumento de los gastos financieros, que sumado al menor recupero de la cartera, han generado menores márgenes de rentabilidad neta y operacional en el 2017, comparado con los últimos años.

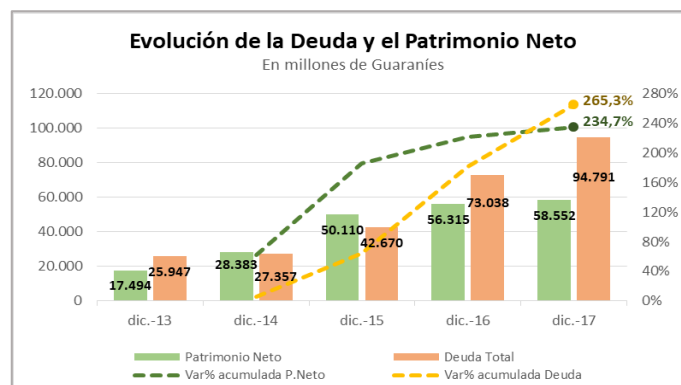


El incremento del endeudamiento ha derivado en la disminución de la solvencia patrimonial que se redujo de 43,5% en Dic16 a 38,2% en Dic17. La Deuda Total ha registrado un nivel de 1,62 veces al Patrimonio Neto en Dic17, superior a 1,30 en Dic16, siendo todavía un nivel razonable para la industria. A pesar que el EBITDA aumentó 22,2% en el 2017, el Margen Neto deducido las provisiones y los gastos financieros, ha disminuido de 12,95% en Dic16 a 10,69% en Dic17, debido principalmente al incremento del costo de fondeo, a causa del aumento de la Deuda Financiera y Bursátil durante los últimos años.

Aunque el mayor endeudamiento ha comenzado a presionar sobre los índices de solvencia y rentabilidad de la empresa, los mismos se mantienen en niveles razonables para el giro del negocio comparado con el promedio de la industria, por lo cual todavía existe margen para seguir apalancando el negocio con nuevas emisiones de Deuda, que contribuyan en parte a canjear deuda financiera de corto plazo y realizar amortizaciones de deudas ya contraídas, toda vez que el costo financiero pueda ser absorbido por mayores ingresos operativos, para lo cual será fundamental mejorar la calidad de los activos y aumentar el recupero de la cartera de créditos. Para ello será fundamental seguir diversificando la cartera de créditos, así como se ha realizado en el 2017 con la nueva unidad de negocio FINCO, mediante la cual se abarca otro tipo de segmento de clientes, con otro perfil de riesgo sin dependencia de los descuentos de salarios públicos.

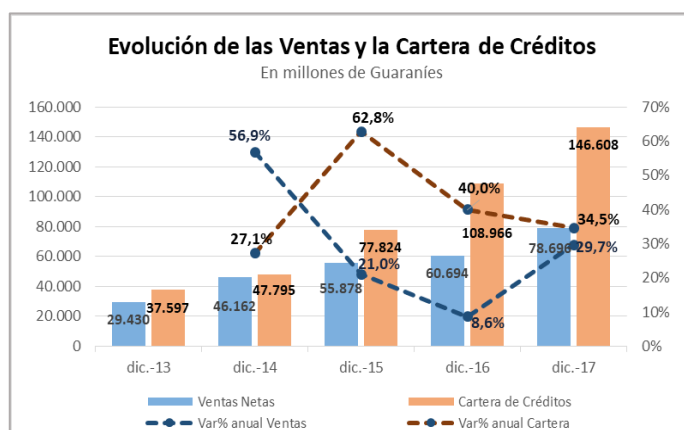
La estrategia de diversificación de la cartera de créditos, será un factor clave para contener la morosidad que ha aumentado de 13,3% en Dic16 a 28,8% en Dic17, debido al incremento de 191,3% de la cartera vencida, incluyendo el capital vencido y las cuotas vencidas, que subió de Gs. 14.489 millones en Dic16 a Gs. 42.208 millones en Dic17, a pesar de la cesión de cartera incobrable de Gs. 15.644 millones en Dic17, registrando un aumento de 52,6% con respecto a la cartera cedida de Gs. 10.250 millones en Dic16. Este aumento de la morosidad se debió a las dificultades para realizar el descuento de salarios de los funcionarios públicos, debido a las medidas de blindaje salarial implementadas por el Gobierno en el 2017. Si bien cabe destacar que el mayor riesgo de la cartera crediticia, se encuentra mitigado por la atomización de los créditos y por los acuerdos contractuales con las instituciones pagadoras de los salarios públicos.

Como todo negocio en crecimiento y expansión, LC Risk ha tenido que apalancarse con un mayor endeudamiento, aunque también ha realizado importantes aportes de capital, de tal forma a mantener una adecuada relación de deuda/capital y, como resultado, establecer un nivel apropiado de solvencia patrimonial. Por este motivo, su estructura de capital y fondeo se ha diversificado, para permitir un financiamiento flexible. La Deuda Total se ha incrementado en estos últimos cinco años en 265,3%, desde Gs. 25.947 millones en Dic13 a Gs. 94.791 millones en Dic17, superando el crecimiento acumulado del Patrimonio Neto de 234,7% desde Gs. 17.494 millones en Dic13 a Gs. 58.552 millones en Dic17. En el 2017, la Deuda Total aumentó 29,8% inferior al incremento de 71,2% en el 2016.



El mayor endeudamiento durante los últimos años ha servido para que LC Risk pueda consolidar su negocio, mediante el crecimiento y expansión de las ventas, a través de un esquema eficiente de comercialización y una amplia red de distribución en todo el país. Las Ventas Netas han aumentado 167,4% desde Gs. 29.430 millones en Dic13 a Gs. 78.696 millones en Dic17, con crecimientos anuales muy cambiantes, registrando un incremento de 29,7% en el 2017 comparado con 8,6% en el 2016.

El crecimiento de las Ventas en el 2017 se debió principalmente a la incorporación de la nueva unidad de negocio FINCO, dirigida a las empresas del sector comercial mayorista. Las ventas de la unidad de negocios StiloHogar fueron de Gs. 52.792 millones en Dic17, inferior en Gs. 8.000 millones al año anterior, mientras que las ventas de FINCO han alcanzado Gs. 25.626 millones en el 2017. La Cartera de Créditos ha venido registrando menores tasas de crecimiento desde el año 2015, siendo de 34,5% en Dic17, comparado con 40,0% en Dic16, con un crecimiento acumulado de 289,9% desde Gs. 37.597 millones en Dic13 a Gs. 146.608 millones en Dic17.



Finalmente, RISK MÉTRICA considera que LC Risk posee al 31 de Diciembre de 2017 una razonable solvencia patrimonial, a pesar de la tendencia de deterioro de los últimos 3 años, producto de constantes capitalizaciones de utilidades y emisiones de acciones preferidas, pero a un ritmo menor que el crecimiento del endeudamiento. LC Risk tiene un razonable nivel de apalancamiento a fines de Diciembre de 2017, inferior al promedio de la industria, lo cual brinda un margen suficiente para nuevas emisiones de deuda, sustentado en una adecuada capacidad de generar ventas y nuevos negocios, así como una adecuada liquidez con elevado capital de trabajo, y en una eficiente estructura operacional con alta rotación de inventarios.

No obstante, la tendencia en los últimos años ha sido de un mayor aumento del endeudamiento con respecto a la capitalización de la entidad, lo que ha generado como característica dinámica una disminución persistente del ratio de solvencia y un aumento del endeudamiento, lo cual sumado al menor recupero de la cartera crediticia, ha generado un mayor costo financiero que ha afectado el margen neto de utilidad en el 2017.

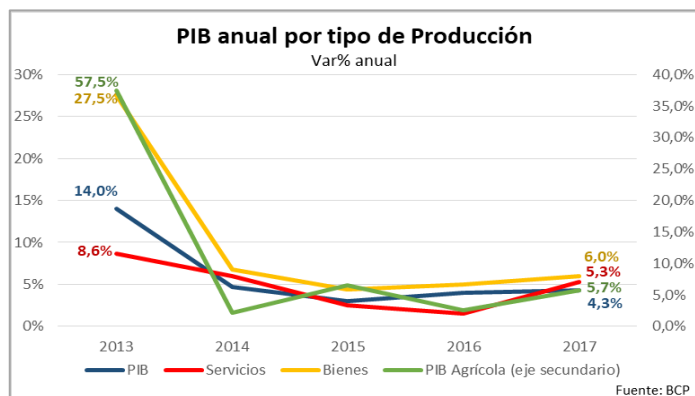
Aunque LC Risk ha logrado consolidar su negocio en su nicho de mercado, aún se encuentra en una etapa de crecimiento y maduración de su cartera de créditos, considerando la alta dependencia de la calidad de la cartera, a la posibilidad de realizar los descuentos de los salarios de los clientes, quienes son mayormente empleados públicos de bajos ingresos. Este esquema de libranzas es un mecanismo que brinda mayor seguridad en el recupero del capital, pero puede generar complicaciones cuando se producen retrasos prolongados en la cobranza, ya que esta situación podría afectar los flujos futuros de caja, así como también podría dificultar la capacidad de generar márgenes adecuados de rentabilidad. Además, como ocurrió efectivamente en el 2017, la concentración de cartera en el sector público expone la cartera de la entidad a los riesgos de tipo político, que pueden limitar la capacidad de cobranza efectiva de las deudas de este sector.

La combinación de un mayor endeudamiento con un menor recupero de la cartera, ha comenzado a afectar la generación de utilidades netas, siendo la calidad de la cartera un importante desafío para LC Risk, a fin de continuar con la expansión y consolidación del negocio, en un mercado muy competitivo y sensible a la coyuntura económica. Al respecto, LC Risk ha creado una nueva unidad de negocio en el 2017 denominada FINCO, con el objetivo de diversificar la cartera de créditos y abarcar otros segmentos de mercado, ya que este nuevo producto está dirigido a las PyMes del sector comercial mayorista, lo cual es fundamental para mitigar el riesgo crediticio y mejorar la calidad de la cartera.

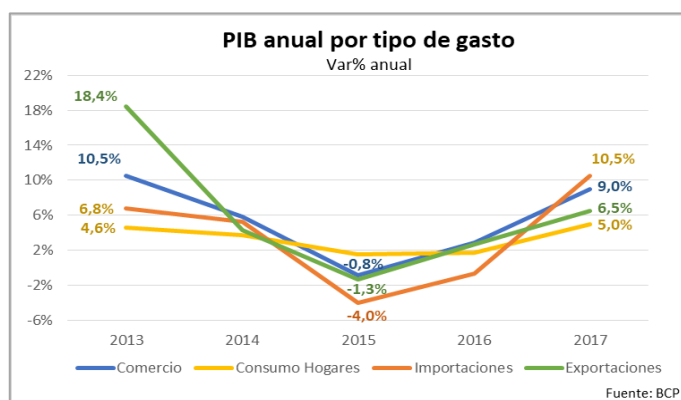
Un desafío adicional para LC Risk será la realización de ajustes en el registro de los ingresos financieros, a fin de incorporar el criterio contable del devengamiento gradual de intereses, de conformidad con el flujo de recuperación de los créditos, de forma que los estados contables puedan reflejar con total fidelidad la situación económica y financiera de la empresa. Asimismo, se debería considerar la necesidad de aumentar las provisiones sobre los créditos incobrables, mediante un régimen de provisiones acorde a la maduración de la cartera morosa, a fin de generar una mayor cobertura de la cartera vencida.

ANÁLISIS DE LA ECONOMÍA Y LA INDUSTRIA

Durante el periodo 2014-2016 la economía del país ha experimentado una importante desaceleración, ya que el Producto Interno Bruto (PIB) creció a un promedio anual de sólo 4%, comparado con un crecimiento promedio del 8% durante el periodo 2010-2013. El crecimiento del PIB se redujo de 14,0% en el 2013 a 4,3% en el 2017, registrando su menor tasa de crecimiento de 3,0% en el 2015, con una leve recuperación en el 2017 alcanzando un crecimiento de 4,3%. La retracción económica se agudizó mayormente desde el segundo trimestre del 2014 hasta el tercer trimestre del 2016, afectando negativamente a los sectores del PIB que son más susceptibles a los movimientos en la demanda de bienes y servicios, como el Comercio, el Consumo y las Importaciones.

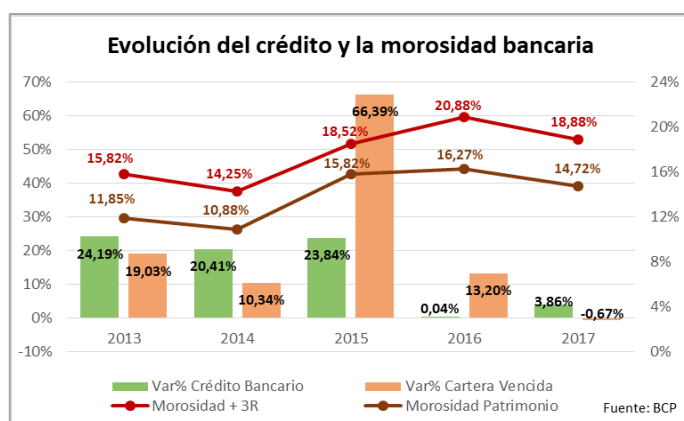


El sector Agrícola, principal componente del PIB con el 20% de participación de la producción nacional, creció a un promedio de 21,5% durante el periodo 2010-2013 y sólo a un promedio de 3,5% durante el periodo 2014-2016, lo que se evidenció en una reducción de la tasa de crecimiento del PIB Agrícola desde 57,5% en el 2013 a 2,5% en el 2016, registrando una leve recuperación de 5,7% en el 2017. Esta reducción del crecimiento del PIB Agrícola, fue la principal causa para que el crecimiento del sector total de la Producción de Bienes también se haya reducido, desde 27,5% en el 2013 a 6,0% en el 2017. Otro sector afectado por la desaceleración económica fue el de los Servicios, cuya tasa de crecimiento se redujo de 8,6% en el 2013 a 1,5% en el 2016, registrando una recuperación en el 2017 alcanzando un crecimiento de 5,3%.



El Consumo privado de los Hogares bajó de 4,6% en el 2013 alcanzando un mínimo de 1,5% en el 2015, para luego recuperarse y volver a subir a 5,0% en el 2017. Asimismo, el sector Comercio sufrió una caída en su evolución anual del 10,5% en el 2013, alcanzando un mínimo de -0,8% en el 2015, para recuperarse y subir a 9,0% en el 2017. Las Importaciones disminuyeron de una variación anual del 6,8% en el 2013 llegando a un mínimo de -4,0% en el 2015 y de -0,7% en Dic16, registrando una recuperación en el 2017 alcanzando un crecimiento de 10,5%. Por otro lado, las exportaciones del país también se redujeron en estos años de desaceleración de la economía, debido principalmente a las menores exportaciones de granos y derivados de la soja, las que resultaron afectadas especialmente por la baja en los precios internacionales de las materias primas.

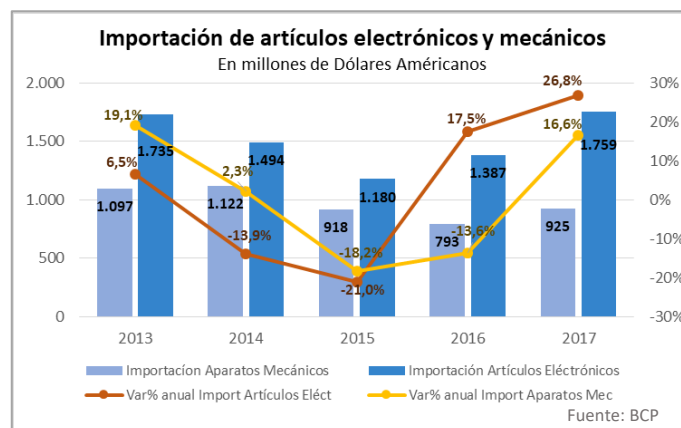
Un factor que también incidió en la baja del Consumo y el Comercio durante el periodo 2014-2016, fue la reducción del Ingreso Real de la economía, lo cual se reflejó en la disminución del Índice de Poder Adquisitivo que bajó de 25,8 en Dic14 a 19,8 en Dic16, generando una menor capacidad de compra en los consumidores, registrando una recuperación en el 2017 subiendo a 26,1. Esta situación también afectó al sistema financiero, ya que durante el periodo 2014-2016 la morosidad del sector bancario aumentó considerablemente, principalmente a consecuencia de las retracciones del Consumo y el Comercio, lo que derivó en una dificultad para recuperar los créditos. La Cartera Vencida de los Bancos aumentó 66,39% en el 2015, mientras que el índice de Morosidad + 3R se incrementó de 14,25% en Dic14 a 20,88% en Dic16.



En este contexto económico con moderado y concentrado crecimiento, luego del periodo recesivo, el sector bancario ha registrado una contracción crediticia entre los años 2016 y 2017. Los Créditos bancarios prácticamente no crecieron en el 2016 registrando una variación de 0,04%, mientras que en el 2017 crecieron sólo 3,86%. La contracción crediticia de los últimos años, y la moderada recuperación en el 2017, ha hecho que disminuya la rentabilidad del sector bancario, cuyo índice de rendimiento sobre el patrimonio (ROE) se ha reducido desde 29,38% en Dic13 a 24,25% en Dic17. Esto se debió principalmente a que el menor crecimiento de la cartera crediticia, estuvo acompañado por un deterioro de la calidad de la cartera de créditos, lo que generó el aumento de los costos por provisiones.

Aunque la economía ha mostrado señales de recuperación en el 2017, el crecimiento de la Producción y el Consumo todavía es muy lento y se encuentra muy concentrado en pocos sectores, lo que hace que el "efecto derrame" hacia los demás sectores sea limitado. El crecimiento del PIB sigue sin poder salir del rango del 3% y 4% anual, a pesar que se dio una importante recuperación del Comercio y las Importaciones. Se espera para el 2018 una recuperación lenta y moderada del sector Consumo, en línea con el aumento del ingreso real de la economía. Sin embargo, el crecimiento futuro de la economía, dependerá de la integración del sector agrícola con el industrial, para producir bienes más elaborados de exportación, y reducir el impacto de la volatilidad de los precios externos.

Con respecto a la industria donde opera LC Risk, las importaciones de artículos electrónicos y electrodomésticos disminuyeron desde US\$ 1.735 millones en Dic13 a US\$ 1.180 millones en Dic15, registrando una tendencia negativa en el crecimiento de este rubro, con variaciones de 6,5% en Dic13, -13,9% en Dic14 y -21,0% en Dic15. A partir del 2016 se registró una recuperación aumentando a US\$ 1.387 millones en Dic16 con un crecimiento de 17,5% y a US\$ 1.759 millones en Dic17 con un crecimiento de 26,8%. Esto se evidenció en un menor crecimiento en las ventas totales de las principales empresas del rubro en el periodo 2014-2016, así como una importante reducción en las utilidades netas. Las dificultades para vender y crecer fueron acompañadas con dificultades para recuperar los créditos, debido al incremento de la morosidad sistémica, lo que derivó en el deterioro de la cartera crediticia del sector, y en el aumento del riesgo sobre la calidad de los activos totales en la industria, aunque mitigado por una buena cobertura y solvencia global.



En particular, el segmento de mercado de LC Risk compuesto por empleados públicos, quienes también conforman uno de los principales segmentos de la industria en general, fue uno de los más resentidos por la debilitada coyuntura económica de los últimos años, teniendo en cuenta su actual sobreendeudamiento y sus cada vez más limitados márgenes de ingresos disponibles.

Esta situación de desmejoramiento de la capacidad de pago de los funcionarios públicos, ha generado una intervención por parte del Estado, mediante un blindaje implementado por el BNF y los Ministerios de Educación y de Salud, fijando un límite a los descuentos automáticos de salarios hasta un disponible de Gs. 500.000, para los funcionarios docentes y de salud, con un blindaje del 100% de los aguinaldos. Esta situación genera incertidumbre sobre futuras medidas que podría ir adoptando el Estado, lo cual aumenta el riesgo inherente al negocio, sobre todo teniendo en cuenta que el convenio entre el MEC y el BNF, para la compra de deuda de aproximadamente 5.000 docentes, no ha podido implementarse en su totalidad.

Un factor que pone en riesgo la sostenibilidad del negocio, es el Proyecto de Ley impulsado por el Gobierno, para establecer un límite de 25% al descuento de los salarios de los trabajadores del sector público y privado, lo que implica una considerable reducción del límite actual del 50%. Igualmente, la Secretaría de Defensa del Consumidor (SEDECO) se encuentra tomando medidas y realizando propuestas, para impulsar un mayor control y protección a las bases de datos de las personas. Otro factor que genera incertidumbre sobre el sector, es la reciente modificación de la Ley de Bancos y de la Carta Orgánica del BCP, a través de las cuales se otorga facultades al BCP para intervenir Casas de Crédito a criterio del Regulador.

CARACTERÍSTICAS DE LA EMPRESA

PROPIEDAD y ADMINISTRACIÓN

LC Risk inició sus operaciones en el año 2008, con un capital social de Gs. 100 millones, el cual fue aumentando rápidamente en respuesta al crecimiento del negocio. En el año 2009 su capital aumentó a Gs. 2.000 millones, en el año 2011 aumentó a Gs. 10.000 millones y en el año 2012 aumentó a Gs. 35.000 millones. En el año 2015, luego de ser integrado en su totalidad, el capital social autorizado aumentó a Gs. 100.000 millones.

El capital total integrado a Dic17 fue de Gs. 46.507 millones, compuesto por acciones ordinarias por un valor de Gs. 31.507 millones y por acciones preferidas sin voto por un valor Gs. 15.000 millones. Cada acción posee un valor nominal de Gs. 1.000.000. En los últimos años se han emitido 3 series de acciones preferidas de las clases A, B y C, con el objetivo de complementar las capitalizaciones de utilidad a fin de mantener un nivel adecuado de solvencia.

El aumento del capital integrado se fue dando en forma de capitalización de resultados y emisión de acciones preferidas. Las utilidades capitalizadas fueron de Gs. 2.611 millones en el 2014, Gs. 6.782 millones en el 2015, Gs. 8.727 millones en el 2016 y Gs. 1.500 millones en el 2017. En el 2015 la principal fuente de aumento del capital fue la emisión de acciones preferidas por un monto total de Gs. 10.000 millones.

Variación de capital	2.014	2.015	2.016	2.017
Capital integrado inicial	13.160	17.611	34.393	45.007
Capitalización de resultado	2.611	6.782	8.727	1.500
Integración de nuevo capital	1.840	10.000	7	0
Capitalización de reserva legal	0	0	1.880	0
Total capital integrado	17.611	34.393	45.007	46.507
Distribución de dividendos	2.014	2.015	2.016	2.017
Utilidad año anterior	3.500	9.168	13.218	7.465
Pago de Dividendos	818	2.325	4.314	3.740
% Distribución de Dividendos	23,4%	25,4%	32,6%	50,1%

La política de distribución de utilidades para los accionistas, responde a una medida prudencial dando prioridad a la solvencia y el crecimiento del negocio. De esta forma, en los últimos años la distribución de utilidades fue del 23,4% en el 2014, el 25,4% en el 2015, del 32,6% en el 2016 y 50,1% en el 2017, registrando un crecimiento gradual de acuerdo a la realización de utilidades netas.

La propiedad de LC Risk está concentrada en sus principales accionistas, quienes poseen el 81,05% de los votos, con una participación del 54,94% del total accionario. El mayor accionista, el Sr. Luis Montanaro posee el 35% del poder votante y el 23,71% del total accionario, quien es el Presidente del Directorio de la empresa. Los principales accionistas poseen vinculaciones con otras empresas como Pasfin S.A.E.C.A., Financiera FINEXPAR S.A.E.C.A., Cobranzas y Pagos SA (COPASA), MCI Capital S.R.L., Bufigroup S.A. y Mercoeste S.A., entre otras compañías.

Accionistas	Cantidad de Acciones	Valor de Acciones	% Particip. en capital	% Particip. en votos
Luis Augusto Montanaro Bedoya	11.027	11.027.000.000	23,71%	35,00%
Bufigroup S.A.	3.151	3.151.000.000	6,78%	10,00%
Rubén Romero	3.151	3.151.000.000	6,78%	10,00%
Paam S.A.	2.596	2.596.000.000	5,58%	8,20%
Pozo Hondo	2.200	2.200.000.000	4,73%	6,98%
Viva Inversiones S.A.	2.100	2.100.000.000	4,52%	6,67%
Cimar S.A.	1.324	1.324.000.000	2,85%	4,20%
Total Principales Accionistas	25.549	25.549.000.000	54,94%	81,05%
Total Acciones Ordinarias	31.507	31.507.000.000	67,75%	100,00%
Acciones Preferidas Clase A	3.000	3.000.000.000	6,45%	0,00%
Acciones Preferidas Clase B	2.000	2.000.000.000	4,30%	0,00%
Acciones Preferidas Clase C	10.000	10.000.000.000	21,50%	0,00%
Total Acciones Preferidas	15.000	15.000.000.000	32,25%	0,00%
Total Acciones Emitidas	46.507	46.507.000.000	100,00%	

La administración de LC Risk está conducida por un Directorio compuesto de tres miembros titulares, con amplia trayectoria y experiencia en el mercado financiero y comercial, quienes además de dirigir la estrategia del negocio, también participan en diferentes Comités donde realizan tareas ejecutivas y de control. La plana ejecutiva está compuesta por profesionales de vasta experiencia en el rubro, distribuidos en tres Gerencias principales que son de Negocios, de Operaciones y de Finanzas. Además se cuenta con áreas de apoyo como las Unidades de Innovación y Desarrollo, de Información Institucional y de Calidad y Procesos. En el 2017 se han creado nuevas Gerencias para reforzar la gestión del negocio, como las Gerencias de Marketing, de Riesgos y de Talento Humano.

La gestión del negocio está basada en una eficiente estructura administrativa, organizada en áreas bien definidas acorde a su modelo de negocio. La organización funcional responde a las necesidades operativas y financieras de la empresa, la cual se desarrolla mediante la implementación de adecuadas políticas y procedimientos, así como de buenas prácticas de gobierno corporativo. Adicionalmente, la empresa cuenta con estructuras de control interno y de control de riesgos, abarcando aspectos sensibles como el riesgo financiero y de lavado de dinero.

MODELO DE NEGOCIO

El foco del negocio (core business) de LC Risk es la venta a crédito de electrodomésticos, artículos electrónicos y muebles, entre otras mercaderías de consumo masivo. En los últimos años, han incorporado a este foco central, la venta de créditos sin que ésta esté vinculada directamente a la comercialización de electrodomésticos y otros bienes. Su mercado objetivo está constituido por los funcionarios permanentes del sector público, especialmente los dependientes de la administración central del Estado, como los docentes, policías y personal de blanco. Por este motivo, las principales zonas de influencia comprenden Asunción, Gran Asunción y las cabeceras departamentales, donde existe mayor concentración de empleados públicos y donde LC Risk ha logrado posicionarse en los últimos años, a pesar de la alta competencia y las limitaciones propias de este segmento de clientes.

LC Risk opera actualmente a través de su marca Stilo Hogar, a través de la cual realiza la comercialización y post-venta de las mercaderías. El principal canal de venta y distribución se basa en una amplia red de sucursales móviles, la cual está compuesta por más de 40 camiones especialmente adaptados para transportar las mercaderías, bajo un estricto control y monitoreo vía GPS, a fin de optimizar las rutas de distribución y el manejo de la logística. Este esquema de ventas se complementa con vendedores, que recorren y visitan a los clientes en sus propias motocicletas y un Call Center donde se realiza la gestión de telemarketing. Además se cuenta con el producto CrediClub a través del cual se ofrecen préstamos en forma de líneas de crédito. En el 2017 se crearon 2 nuevas unidades de negocio FINCO y ElectroHogar, siendo la primera dirigida a las PyMes del rubro comercial mayorista y la segunda a clientes minoristas.

El modelo de negocio se basa en las ventas a créditos de las mercaderías, con lo cual se genera también un negocio financiero unido a la comercialización de los productos. Por tanto, la fuente de ingresos por ventas se compone de una importante participación de ingresos por intereses y gastos cobrados por la financiación de las ventas a los clientes. Los ingresos financieros representaron el 58% del total de los ingresos operativos a Dic17.

Una parte fundamental del esquema del negocio consiste en la cobranza, la cual se realiza mediante el esquema de libranza consistente en el descuento directo de los salarios de los clientes, principalmente a través del servicio proveído por el BNF, así como también a través de las propias Giradurías de las entidades públicas y los Ministerios, con los cuales se han realizado convenios especiales. Estos servicios son implementados mediante acuerdos y contratos por escrito con el BNF y las Instituciones del Estado. Aunque este esquema ofrece una mayor seguridad para el recupero del capital, es susceptible a cambios en regulaciones y políticas del sector público.

ESTRUCTURA y GESTIÓN OPERACIONAL

Gestión comercial

Debido a las dificultades para vender los productos y colocar créditos a los funcionarios públicos, a causa del límite establecido por el Gobierno para realizar los descuentos de salarios, en el 2017 LC Risk ha implementado una estrategia comercial de diversificación, mediante la creación de 2 nuevas unidades de negocio, con el fin de aumentar las colocaciones de préstamos y alcanzar otros segmentos de cliente. Estos nuevos negocios son FINCO y ElectroHogar, siendo el primero un producto dirigido a las PyMes del rubro comercial mayorista, y el segundo un producto destinado a los clientes minoristas. De esta forma, la unidad de negocio FINCO alcanzó una venta total de Gs. 25.626 millones en el 2017, mientras que en la unidad de negocio StiloHogar se realizó una venta de Gs. 52.792 millones. Debido a la coyuntura económica y al tope para el descuento de salarios de los funcionarios públicos, las ventas de electrodomésticos disminuyeron 13% en el 2017 aproximadamente Gs. 8.000 millones.

La estructura operacional de LC Risk consta de un centro de logística y almacenamiento de mercaderías, situado en la ciudad de Lambaré, donde también funciona como centro de atención al cliente y base de las operaciones de transporte y comercialización. En dicho local también funciona el Call Center, donde se realiza la gestión de telemarketing. En total son más de 50 colaboradores que trabajan en el área comercial, con el objetivo de abarcar un amplio mercado de clientes potenciales. Las oficinas administrativas están situadas en su sede corporativa en Asunción, donde funciona el Directorio y las áreas de Finanzas y Análisis de Créditos. La dotación total es de 90 funcionarios administrativos. Los principales Proveedores de LC Risk son NGO, BRITAM, Globo Import Export, ABACEL y AM Reguera, entre otros, los cuales son representantes oficiales de las marcas proveídas y que también realizan servicios de post-venta. La provisión de estas mercaderías es financiada a crédito con plazos entre 6 y 12 meses.

Gestión de créditos y cobranzas

La gestión operacional y crediticia de LC Risk se ha venido adaptando y especializando para propiciar el crecimiento del negocio, mediante la implementación de una eficiente estructura administrativa y un saludable gobierno corporativo, en línea con las buenas prácticas del mercado. Asimismo, ha ido consolidando su proceso crediticio, con políticas de crédito acorde a las necesidades del negocio y a la medida del perfil de riesgo de sus clientes. La gestión de cobranza se realiza exclusivamente a través de descuentos de salarios, mediante convenios con el Banco Nacional de Fomento (BNF) o directamente de las instituciones públicas donde trabajan sus clientes, lo cual brinda cierta seguridad en el recupero de los créditos y además genera bajos costos operativos.

El análisis y la aprobación de los créditos se realizan de forma centralizada, con un equipo de analistas y verificadores, mediante políticas y herramientas de evaluación (credit scoring) adaptadas al perfil de riesgo de los clientes. Todas las solicitudes de crédito son preparadas por los comerciales y remitidas en forma física con sus antecedentes al área de Análisis de Créditos. Los datos son procesados de acuerdo a los parámetros establecidos y son inmediatamente aprobados o rechazados, en base a los procedimientos y delineamientos de la política de crédito. En el 2017 se realizaron ajustes en la Política de Crédito para incorporar el nuevo producto crediticio FINCO, a fin de adaptar los parámetros al perfil de riesgo del segmento de las PyMes, al cual va dirigido dicho producto.

La gestión de cobranza de LC Risk se basa en el método de libranza, a través de contratos con el BNF y con la Institución Pública o Agremiación, para realizar el descuento de la cuota del préstamo del cliente mediante el débito automático de su salario, previa autorización expresa por escrito del cliente. Este esquema permite asegurar la cobranza mensual, toda vez que el cliente posea saldo para el descuento, lo cual además tiene un costo operacional relativamente bajo. El riesgo de no recuperar el crédito es por tanto muy bajo, aunque la demora en el cobro igualmente puede generar altos costos por provisiones y por gestiones judiciales. Las principales decisiones se toman en los Comités de Riesgos y de Cobranzas, cuyas deliberaciones constan en sus respectivas Actas. La gestión de cobranza también se enfoca en negociaciones y refinanciaciones de deudas, además de los cobros vía judicial.

Control interno y gestión de riesgos

LC Risk cuenta con un adecuado ambiente de control interno, compuesto por la unidad de Auditoría Interna y el Comité de Auditoría Interna. Los controles se realizan en base al Plan Anual de Auditoría, el cual es implementado y monitoreado conforme a los delineamientos establecidos por el Directorio y las buenas prácticas del mercado.

La gestión de control interno se enfoca tanto en los procesos como en las políticas vigentes, a través de la gestión realizada por las diferentes áreas de la estructura administrativa y operacional. Asimismo, se cuenta con el Comité de Cumplimiento, donde se realiza el seguimiento a los controles del riesgo de lavado de dinero, a través del cumplimiento de los manuales establecidos para el efecto.

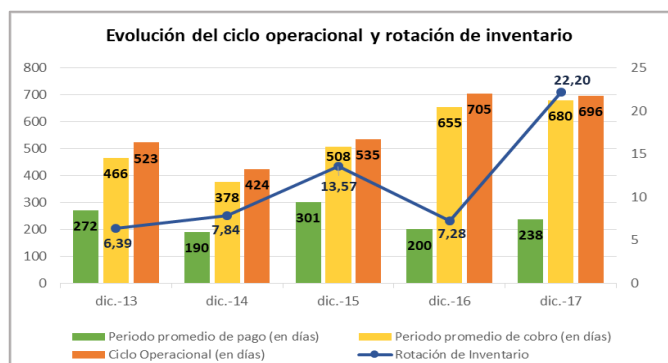
Con respecto al riesgo operacional y tecnológico, se cuenta el Manual de Seguridad Informática y con el Comité de TI, a través de los cuales se realiza el seguimiento a los principales aspectos relacionados con el buen funcionamiento del sistema informático y los procesos. Se están realizando ajustes a nivel de la estructura organizacional, para incorporar en el futuro un Comité de Innovación y Desarrollo y un Comité de Calidad, a fin de enfocar los procesos hacia una cultura de eficiencia y mejora continua.

El control de riesgo financiero también es relevante en la estructura operativa, considerando la importancia de las inversiones financieras como complemento de la gestión de liquidez, con el objetivo de optimizar los excedentes y generar un mayor respaldo para cubrir las obligaciones en caso de eventuales necesidades. Dicho control es realizado por la Gerencia de Finanzas y por el Comité de Finanzas e Inversiones, mediante el seguimiento y monitoreo del calce financiero y los indicadores de liquidez. El desafío es incorporar herramientas de control de riesgos de tasas de interés y tipos de cambio, a fin de implementar un control más detallado sobre estas variables que podrían afectar el valor de mercado de las inversiones financieras.

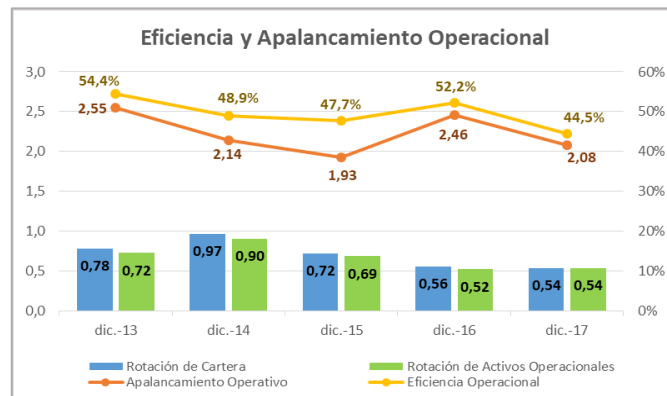
ANÁLISIS FINANCIERO DE LA EMPRESA

GESTIÓN y EFICIENCIA OPERACIONAL

LC Risk posee una alta rotación de inventario por encima del promedio de la industria. En el año 2017 dicho indicador alcanzó un nivel muy alto de 22,2, superior a los años anteriores de 13,57 en Dic15 y de 7,28 en Dic16. Este indicador denota la rapidez con la que LC Risk transforma sus inventarios en ventas, reflejando una adecuada capacidad de comercialización de sus productos, generando mayores oportunidades de incrementar el margen bruto y operacional. La rotación de cartera de créditos ha venido disminuyendo de 0,72 en Dic15 a 0,56 en Dic16 y 0,54 en Dic17, con lo cual el ciclo promedio de cobro ha aumentado de 508 días en Dic15 a 655 días en Dic16 y 680 días en Dic17. Esto se debió principalmente al aumento de la cartera crediticia de corto plazo.



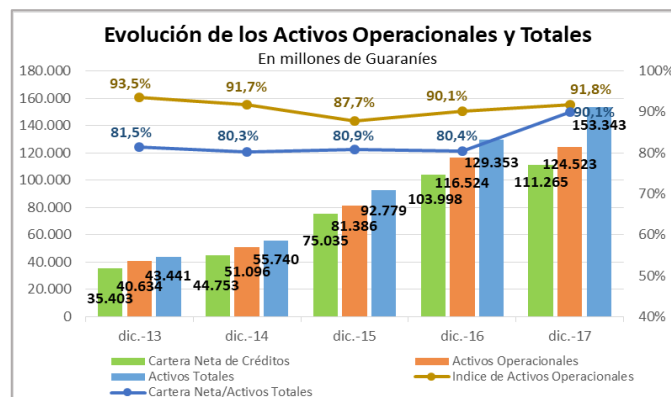
Otro indicador importante sobre la actividad operacional es el Apalancamiento Operativo, el cual permanece en niveles altos registrando 2,08 en Dic17, inferior a 2,46 en Dic16. Esta fortaleza operacional se debió a que LC Risk siguió manteniendo altos márgenes brutos con respecto a la utilidad operacional, en niveles superiores a la industria, lo cual se debió a su vez a una adecuada eficiencia operativa, generando adecuados márgenes de producción con menores costos por unidad productiva. La eficiencia operacional registró un adecuado nivel de 44,5% en Dic17, inferior a 52,2% en Dic16, debido principalmente a la disminución de los gastos fijos, como consecuencia de la estrategia aplicada durante el 2017 de reducción de los costos operativos.



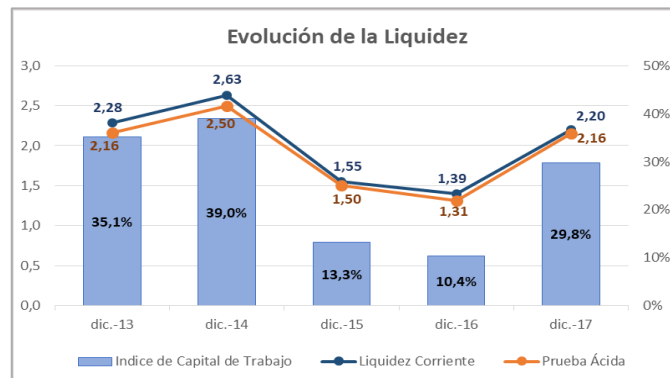
ESTRUCTURA DE ACTIVOS Y LIQUIDEZ

Los Activos Totales aumentaron 18,5% en el 2017 de Gs. 129.353 millones en Dic16 a Gs. 153.343 millones en Dic17. Esto se debió principalmente al aumento de la Cartera Neta de Créditos que subió 7,0% de Gs. 103.998 millones en Dic16 a Gs. 111.265 millones en Dic17. Por tanto los Activos Operacionales aumentaron 6,9% de Gs. 116.524 millones en Dic16 a Gs. 124.523 millones en Dic17.

Esto generó que el índice de Activos Operacionales con respecto a los Activos Totales aumente levemente de 90,1% en Dic16 a 91,8% en Dic17. El ratio de Cartera Neta/Activo Total subió de 80,4% en Dic16 a 90,1% en Dic17, reflejando un incremento de los activos productivos de la empresa, lo cual es congruente con el aumento del ciclo operacional y la rotación de los inventarios.

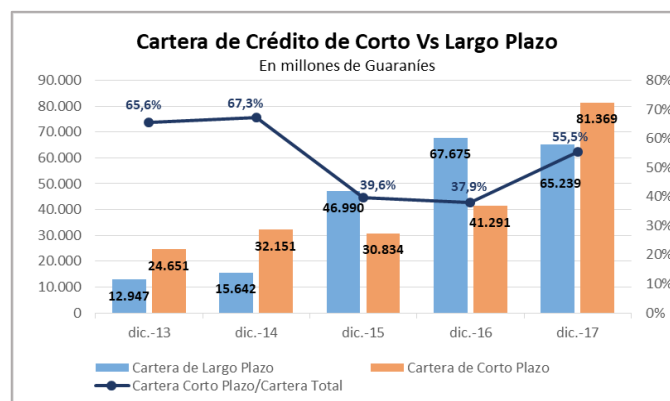


Los indicadores de liquidez de LC Risk han aumentado en el 2017, con respecto a los dos últimos años. El ratio de Liquidez Corriente aumentó de 1,39 en Dic16 a 2,20 en Dic17, mientras que la razón de Prueba Ácida se aumentó a 2,16 en Dic17 superior a 1,31 en Dic16. Esta situación de mayor liquidez de la empresa, se debió principalmente al aumento de 243,6% del Capital de Trabajo de Gs. 13.392 millones en Dic16 a Gs. 46.009 millones en Dic17, lo cual a su vez se debió al aumento de 78,3% del Activo Corriente de Gs. 47.312 millones en Dic16 a Gs. 84.379 millones en Dic17, a consecuencia del incremento de la cartera de créditos de corto plazo.



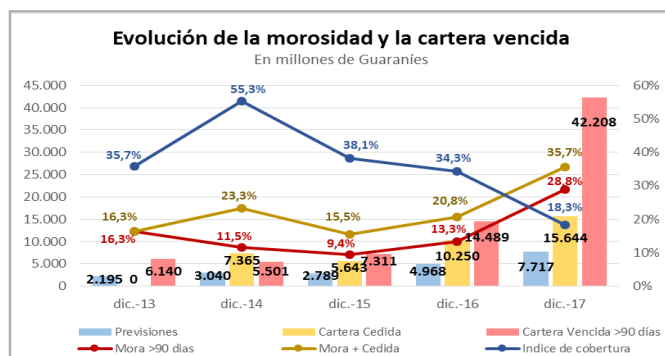
CARTERA DE CRÉDITOS Y MOROSIDAD

La Cartera total de Créditos aumentó 34,5% en el 2017, de Gs. 108.966 millones en Dic16 a Gs. 146.608 millones en Dic17, siendo la Cartera de Corto Plazo la que impulsó este crecimiento con un aumento de 97,1% de Gs. 41.291 millones en Dic16 a Gs. 81.369 millones en Dic17, con lo cual la relación de Cartera de Corto Plazo/Cartera Total subió de 37,9% en Dic16 a 55,5% en Dic17. Este incremento de la cartera de corto plazo, se debió principalmente a la implementación de la nueva unidad de negocio FINCO, a través de la cual se otorgaron créditos de corto plazo a las PyMes del rubro comercial mayorista, cuyos préstamos fueron para cubrir necesidades de capital operativo, de acuerdo al flujo de caja del negocio. La Cartera de Largo Plazo disminuyó 3,6% de Gs. 67.675 millones en Dic16 a Gs. 65.239 millones en Dic17.



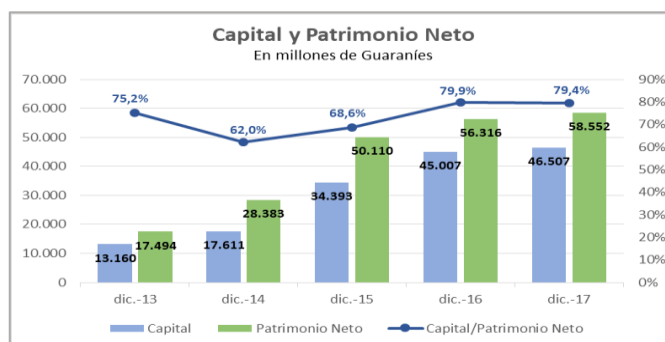
La Cartera Vencida >90 días, incluyendo el capital vencido y las cuotas vencidas, sufrió un considerable incremento de 191,3% de Gs. 14.489 millones en Dic16 a Gs. 42.208 millones en Dic17, debido a las dificultades para el cobro de los préstamos a través del descuento de salarios, a causa del blindaje establecido por el Gobierno, que establece un límite para el débito de los salarios de los funcionarios públicos. Esta situación ha generado un aumento del índice de Morosidad de 13,3% en Dic16 a 28,8% en Dic17, lo cual sumado a la cartera cedida en el 2017 de Gs. 15.644 millones, el índice de Morosidad + Cartera Cedida subió de 20,8% en Dic16 a 35,7% en Dic17.

Este deterioro de la cartera crediticia, está mitigado por la atomización de los créditos y los acuerdos contractuales con las instituciones públicas, con lo cual aunque existe un rezago en la cobranza se espera que esta situación se regularice durante el 2018, en la medida que se amplíen los límites para el descuento de los salarios.



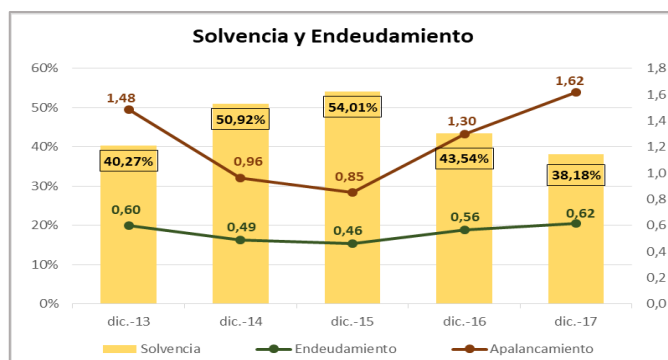
SOLVENCIA y ENDEUDAMIENTO

LC Risk posee una adecuada solvencia patrimonial, considerando su actual estructura de capital y fondeo, fortalecido con constantes aportes de capital, complementado con un adecuado nivel de reservas. El índice de Solvencia, medido por el ratio de Patrimonio Neto/Activos Totales se ha mantenido los últimos años en niveles superiores al promedio de la industria, aunque ha venido disminuyendo desde 54,01% en Dic15 a 43,54% en Dic16 y a 38,18% en Dic17, reflejando una menor cobertura de los activos operacionales solventados con recursos propios.



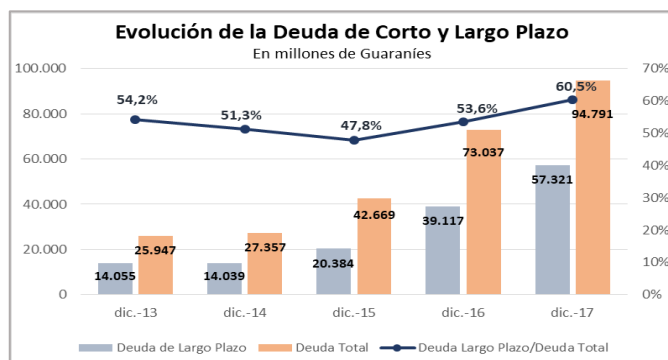
El Patrimonio Neto de LC Risk ha venido aumentando en los últimos años, desde Gs. 17.494 millones en Dic13 a Gs. 58.552 millones en Dic17, debido al incremento del capital aportado desde Gs. 13.160 millones en Dic13 a Gs. 46.507 millones en Dic17, de los cuales Gs. 15.000 millones corresponden a Acciones Preferidas. Por tanto, el ratio de Capital/Patrimonio Neto ha venido aumentando desde 62,0% en Dic14 a 79,4% en Dic17, aunque levemente inferior a 79,9% en Dic16. Asimismo, las reservas acumuladas han venido aumentando, mediante constantes retenciones de utilidades, lo cual también ha contribuido a generar una fortaleza patrimonial, siendo el ratio de Reservas/Patrimonio Neto de 6,9% en Dic17, superior a 6,5% en Dic16 y 5,0% en Dic15.

Sin embargo, la reducción del índice de Solvencia se debió principalmente al incremento de la Deuda Total de la empresa, en forma más que proporcional al aumento acumulado del Patrimonio Neto, cuyo índice de Endeudamiento medido por el ratio de Deuda Total/Activo Total, ha venido aumentando desde 0,46 en Dic15 a 0,56 en Dic16 y 0,62 en Dic17. Asimismo, el índice de Apalancamiento, medido por el ratio de Deuda Total/Patrimonio Neto, se ha venido incrementando desde 0,85 en Dic15 a 1,30 en Dic16 y a 1,62 en Dic17. Estos indicadores de endeudamiento siguen siendo razonables para el giro del negocio, comparado con el promedio de la industria. Aunque esta tendencia del endeudamiento, junto con al aumento de la morosidad, podría afectar la capacidad futura de generar adecuados márgenes de rentabilidad, lo cual también podría tener su impacto en el flujo de caja futuro.

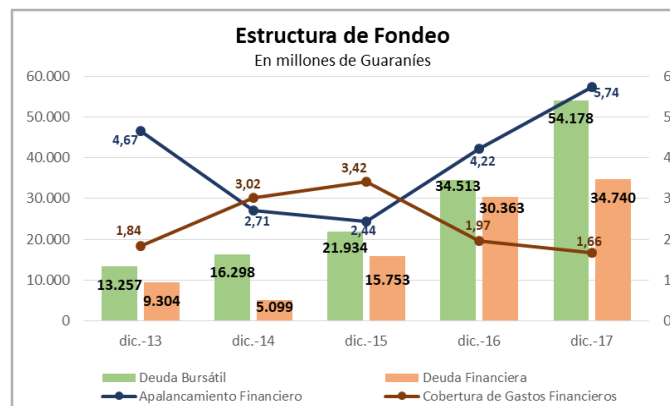


ESTRUCTURA DE PASIVOS Y FONDEO

La Deuda Total de LC Risk aumentó 29,8% en el 2017, de Gs 73.037 millones en Dic16 a Gs. 94.791 millones en Dic17, debido a un aumento de 46,5% de la Deuda de Largo Plazo que subió de Gs. 39.117 millones en Dic16 a Gs. 57.321 millones en Dic17, con lo cual la relación Deuda Largo Plazo/Deuda Total subió de 53,6% en Dic16 a 60,5% en Dic17. La Deuda de Largo Plazo aumentó a causa de las emisiones de Bonos cuyo saldo total subió 57,0% de Gs. 34.513 millones en Dic16 a Gs. 54.178 millones en Dic17. La Deuda de Corto Plazo se incrementó 10,5% de Gs. 33.920 millones en Dic16 a Gs. 37.470 millones en Dic17, principalmente por el aumento de la Deuda Financiera de Corto Plazo, que subió 24,4% de Gs. 23.885 millones en Dic16 a Gs. 29.709 millones en Dic17.

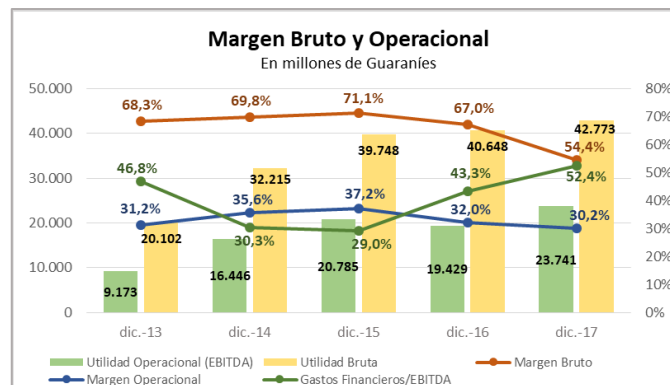


Con respecto a la estructura de fondeo, el aumento de la deuda de largo plazo ha favorecido la generación de una mayor liquidez, así como también una menor participación de la deuda bancaria de corto plazo ha generado menores costos relativos en concepto de gastos financieros. Sin embargo, el mayor endeudamiento ha generado un aumento del Apalancamiento Financiero que ha venido subiendo de 2,44 en Dic15 a 4,22 en Dic16 y a 5,74 en Dic17, así como una menor Cobertura de Gastos Financieros que ha venido bajando de 3,42 en Dic15 a 1,97 en Dic16 y a 1,66 en Dic17. Igualmente, esto ha generado una disminución en el Índice de Cobertura de Obligaciones, el cual se ha reducido de 0,48 en Dic15 a 0,23 en Dic16 y a 0,22 en Dic17.

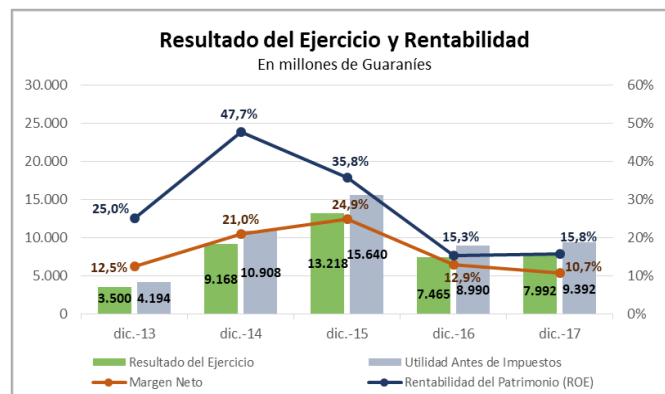


RENTABILIDAD y MÁRGENES DE UTILIDAD

La Utilidad Operacional (EBITDA) aumentó 22,2%, de Gs. 19.429 millones en Dic16 a Gs. 23.741 millones en Dic17, debido principalmente a la reducción de los gastos operativos que bajaron 10,3% de Gs. 21.219 millones en Dic16 a Gs. 19.032 millones en Dic17. Sin embargo, el Margen Bruto disminuyó de 67,0% en Dic16 a 54,4% en Dic17, debido al aumento de los costos de mercaderías que subieron 79,2% de Gs. 20.045 millones en Dic16 a Gs. 35.923 millones en Dic17. En consecuencia, también el Margen Operacional disminuyó, a pesar de la disminución de los gastos operativos, de 32,0% en Dic16 a 30,2% en Dic17.

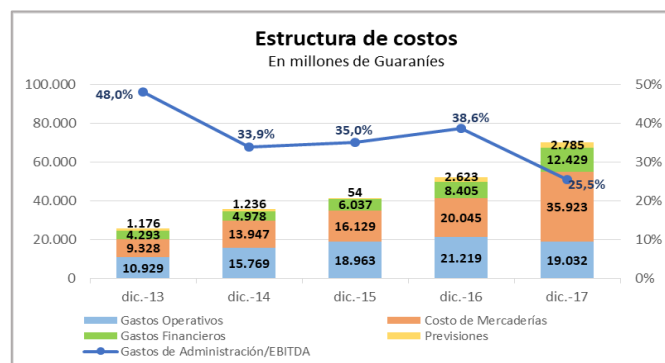


Asimismo, el aumento del endeudamiento generó el incremento de los Gastos Financieros, cuyo indicador respecto al EBITDA subió de 43,3% en Dic16 a 52,4% en Dic17, lo cual hizo que el Margen Neto disminuya de 12,9% en Dic16 a 10,7% en Dic17. La Utilidad Antes de Impuestos aumentó levemente 4,5% de Gs. 8.990 millones en Dic16 a Gs. 9.392 millones en Dic17. Asimismo, el Resultado del Ejercicio luego de los impuestos y las reservas, aumentó 7,1% de Gs. 7.465 millones en Dic16 a Gs. 7.992 millones en Dic17. Finalmente, el índice de rentabilidad del patrimonio ROE se mantuvo casi sin variación con respecto al año anterior, registrando un nivel de 15,8% en Dic17 comparado con 15,3% en Dic16, siendo un nivel razonable con respecto al promedio de la industria.



ESTRUCTURA DE COSTOS

La estructura operativa de LC Risk se ha venido especializando y adaptando a las necesidades de crecimiento del negocio, alcanzando un elevado grado de eficiencia mediante una efectiva estrategia de reducción de costos, sobre todo de los gastos fijos. De esta forma, los Gastos Operativos se redujeron 10,3% en el 2017, de Gs. 21.219 millones en Dic16 a Gs. 19.032 millones en Dic17, debido principalmente a la reducción de los Gastos de Administración que disminuyeron 19,2% de Gs. 7.498 millones en Dic16 a Gs. 6.058 millones en Dic17. Por tanto, el ratio de Gastos de Administración/EBITDA disminuyó de 38,6% en Dic16 a 25,5% en Dic17. Asimismo, los Gastos de Ventas se redujeron 5,4% de Gs. 13.721 millones en Dic16 a Gs. 12.974 millones en Dic17.



El Costo de las Mercaderías aumentó 79,2% de Gs. 20.045 millones en Dic16 a Gs. 35.923 millones en Dic17, debido principalmente al incremento de las ventas, lo que implicó mayor reposición de inventarios con el consecuente aumento de la rotación del ciclo operacional. Asimismo, el Costo de Fondeo ha incrementado su participación en la estructura de costos, debido al aumento de los Gastos Financieros a causa del incremento de la Deuda Financiera y Bursátil. El costo de las Provisiones se ha mantenido muy similar al año anterior, registrando Gs. 2.785 millones en Dic17 comparado con Gs. 2.623 millones en Dic16.

Finalmente, el principal desafío de LC Risk para el año 2018, será contener la morosidad y mejorar la calidad de la cartera crediticia, de tal forma a que el mayor endeudamiento pueda influir positivamente sobre la utilidad operacional y la rentabilidad futura del capital. Para ello será fundamental seguir diversificando la cartera de créditos en otro tipo de segmento de clientes, mediante sus nuevas unidades de negocios implementadas durante el 2017. Asimismo, un desafío adicional de importancia para LC Risk será ajustar la registración contable para incorporar el devengamiento de ingresos generados por intereses de su cartera de créditos, así como también implementar un régimen de provisiones sobre los riesgos de crédito, más acorde con la situación de la cartera vencida de la entidad.

*La tendencia creciente del endeudamiento de LC Risk, por un lado, y de la morosidad de su cartera, por otro, en conjunto con una tendencia decreciente de la solvencia y la rentabilidad, configuran la calificación de **Sensible** otorgada por Riskmétrica a la calificación de la empresa y de esta emisión de deuda. Aunque el riesgo del negocio ha aumentado, la solvencia patrimonial, la elevada liquidez, la capacidad de venta y generación de nuevos negocios y la eficiencia operacional, siguen siendo factores de fortaleza y sostenibilidad del negocio que sustentan la categoría asignada de **pyBBB+**. Asimismo, si bien los indicadores de Solvencia, Apalancamiento y Rentabilidad se han debilitado en los últimos años, al final del 2017 siguen registrando rangos razonables en relación al promedio de la industria.*

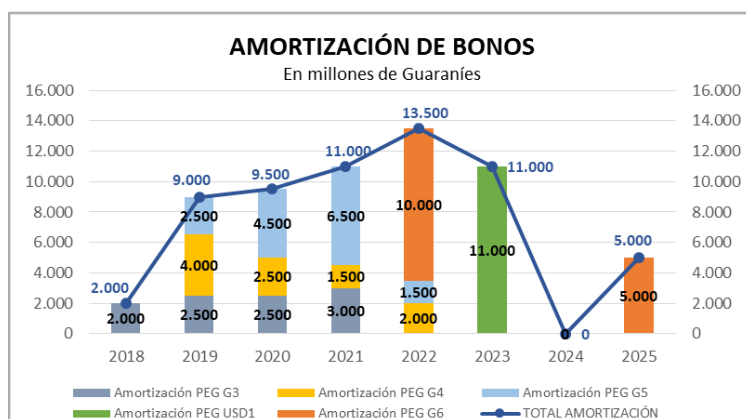
FLUJO DE CAJA PROYECTADO 2018-2027

LC Risk proyecta un flujo de caja basado en la generación de ingresos operativos, producto de un crecimiento gradual de las ventas. De esta forma, está previsto que el flujo operativo sea la principal fuente de financiamiento durante los próximos años, a fin de cubrir los requerimientos de capital operativo.

FLUJO DE CAJA	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Ingresos Operativos	50.806	62.878	76.244	91.497	112.248	130.178	150.223	164.661	180.800	191.138
Egresos Operativos	-58.698	-68.127	-81.060	-92.299	-107.128	-121.918	-133.813	-146.653	-154.609	-163.917
FLUJO OPERATIVO	-7.892	-5.248	-4.816	-803	5.120	8.259	16.411	18.009	26.191	27.221
Financiamiento Sistema Financiero	30.000	26.000	19.000	12.000	15.000	7.000	-15.000	-10.000	-25.000	-20.000
Financiamiento PEG G7	15.000	--	--	--	--	--	--	--	--	--
Total Ingresos Financieros	45.000	26.000	19.000	12.000	15.000	7.000	-15.000	-10.000	-25.000	-20.000
Amortización de Deuda (capital + intereses)	-35.514	-16.337	-10.095	-11.000	-13.500	-11.000	0	-5.000	0	0
Retiro de Utilidades - Acciones Ordinarias	-750	-766	-755	-690	-853	-973	-1.200	-1.350	-1.523	-1.583
Retiro de Utilidades - Acciones Preferidas	-2.740	-2.740	-2.550	-2.150	-2.150	-2.050	-1.950	-1.950	-1.950	-1.950
Total Egresos Financieros	-39.004	-19.843	-13.400	-13.840	-16.503	-14.023	-3.150	-8.300	-3.473	-3.533
FLUJO FINANCIERO	5.996	6.157	5.600	-1.840	-1.503	-7.023	-18.150	-18.300	-28.473	-23.533
FLUJO DE CAJA	-1.896	909	784	-2.642	3.618	1.236	-1.739	-291	-2.282	3.688
Saldo Inicial	3.339	1.443	2.352	3.136	494	4.111	5.348	3.608	3.317	1.035
FLUJO FINAL	1.443	2.352	3.136	494	4.111	5.348	3.608	3.317	1.035	4.724
Proyección de Ventas	72.000	86.400	103.680	119.232	137.117	157.684	173.453	190.798	200.338	210.355
Crecimiento proyectado		20,0%	20,0%	15,0%	15,0%	15,0%	10,0%	10,0%	5,0%	5,0%

Se espera un flujo financiero negativo a partir del año 2021, a consecuencia de la reducción de las deudas financieras y el aumento de los egresos en concepto de pagos y amortizaciones de capital e intereses. Finalmente, se espera que el flujo neto de caja sea positivo aunque ajustado durante los próximos años, para luego ir incrementando en la medida que aumenten los ingresos operativos. Esta alta dependencia del flujo operativo, se debe a la política de la empresa de ir disminuyendo sus niveles de endeudamiento, con el objetivo de balancear su estructura de fondeo con su estructura operacional, a fin de optimizar el uso de los recursos financieros y sostener los buenos márgenes de utilidad bruta y operacional.

Con respecto al flujo de pago de los bonos, se proyecta ir amortizando el capital en los montos y plazos establecidos, con lo cual se podrá evaluar la necesidad de nuevas emisiones en el 2018 y 2019, a fin de financiar el capital operativo a ser requerido, para sostener el crecimiento esperado de las ventas y mantener niveles razonables de liquidez.



RESUMEN DE CARTERA Y RATIOS FINANCIEROS

PRINCIPALES RATIOS	dic-13	dic-14	dic-15	dic-16	dic-17	Var%
CARTERA						
Cartera de Créditos	37.598	47.793	77.824	108.966	146.608	34,5%
Previsiones	2.195	3.040	2.789	4.968	7.717	55,3%
Cartera Neta de Créditos	35.403	44.753	75.035	103.998	138.891	33,6%
Cartera Neta/Activo Total	81,50%	80,29%	80,87%	80,40%	90,58%	12,7%
Cartera vencida >90 días	6.140	5.501	7.311	14.489	42.208	191,3%
Morosidad >90 días	16,33%	11,51%	9,39%	13,30%	28,80%	116,6%
Cartera cedida	0	7.365	5.643	10.250	15.644	52,6%
Índice de Cartera cedida	0,00%	13,35%	6,76%	8,60%	9,64%	12,1%
Morosidad + Cartera cedida	16,33%	23,33%	15,52%	20,75%	35,65%	71,8%
Índice de Cobertura	35,75%	55,26%	38,15%	34,29%	18,30%	-46,6%
LIQUIDEZ						
Liquidez Corriente	2,28	2,63	1,55	1,39	2,23	59,7%
Prueba Ácida	2,16	2,50	1,50	1,31	2,18	66,3%
Ratio de Efectividad	0,11	0,17	0,13	0,09	0,09	5,9%
Capital de Trabajo	15.269	21.754	12.333	13.392	46.009	243,6%
Índice de Capital de Trabajo	35,15%	39,03%	13,29%	10,35%	30,00%	189,8%
GESTIÓN						
Rotación de Inventario	6,39	7,84	13,57	7,28	22,20	204,8%
Rotación de Cartera	0,78	0,97	0,72	0,56	0,54	-3,6%
Ciclo Operacional (en días)	523	424	535	705	696	-1,3%
Periodo promedio de cobro (en días)	466	378	508	655	680	3,8%
Periodo promedio de pago (en días)	272	190	301	200	238	19,1%
Rotación de Activos Operacionales	0,72	0,90	0,69	0,52	0,54	3,8%
Índice de Activos Operacionales	93,54%	91,67%	87,72%	90,08%	94,92%	5,4%
Apalancamiento Operativo	2,55	2,14	1,93	2,46	2,08	-15,5%
ENDEUDAMIENTO						
Solvencia	40,27%	50,92%	54,01%	43,54%	38,18%	-12,3%
Endeudamiento	0,60	0,49	0,46	0,56	0,62	9,5%
Apalancamiento	1,48	0,96	0,85	1,30	1,62	24,8%
Apalancamiento Financiero	4,67	2,71	2,44	4,22	5,74	35,9%
Cobertura de Gastos Financieros	1,84	3,02	3,42	1,97	1,66	-15,8%
Cobertura de las Obligaciones	0,30	0,55	0,48	0,23	0,22	-4,0%
Deuda Total/EBITDA	2,83	1,66	2,05	3,76	3,99	6,2%
Gastos Financieros/EBITDA	46,80%	30,27%	29,04%	43,26%	52,35%	21,0%
RENTABILIDAD						
Rentabilidad del Activo (ROA)	8,06%	16,45%	14,25%	5,77%	5,21%	-9,7%
Rentabilidad del Patrimonio (ROE)	25,04%	47,71%	35,83%	15,34%	15,82%	3,1%
Margen Bruto	68,30%	69,79%	71,13%	66,97%	54,35%	-18,8%
Margen Operacional	31,17%	35,63%	37,20%	32,01%	30,17%	-5,8%
Margen Neto	12,52%	21,03%	24,90%	12,95%	10,69%	-17,4%
Rentabilidad del Activo Operacional	22,57%	32,19%	25,54%	16,67%	16,31%	-2,2%
Eficiencia operacional	54,37%	48,95%	47,71%	52,20%	44,50%	-14,8%

CUADRO COMPARATIVO DEL BALANCE Y ESTADO DE RESULTADO

LC RISK MANAGEMENT S.A.E.C.A.						
En millones de Guaraníes						
BALANCE	dic-13	dic-14	dic-15	dic-16	dic-17	Var%
Disponibilidades	1.298	2.287	2.948	2.912	3.408	17,0%
Créditos	24.651	32.151	30.834	41.291	81.369	97,1%
Previsiones	-1.106	-1.620	-1.398	-2.170	-4.215	94,2%
Inventarios	1.459	1.780	1.189	2.752	1.618	-41,2%
Otros	859	474	1.045	2.527	1.299	-48,6%
Activo Corriente	27.161	35.072	34.618	47.312	84.379	78,3%
Créditos	12.947	15.642	46.990	67.675	65.239	-3,6%
Previsiones	-1.089	-1.420	-1.391	-2.798	-3.502	25,2%
Bienes de uso	3.772	4.563	5.162	9.774	5.040	-48,4%
Inversiones	331	1.353	6.578	6.365	2.260	-64,5%
Otros	319	530	822	1.025	827	-19,3%
Activo No Corriente	16.280	20.668	58.161	82.041	69.864	-14,8%
ACTIVO TOTAL	43.441	55.740	92.779	129.353	153.343	18,5%
Deuda Comercial	1.956	3.414	1.440	5.019	2.478	-50,6%
Deuda Financiera	7.044	3.581	12.878	23.885	29.709	24,4%
Deuda Bursátil	2.257	4.798	4.934	2.513	2.777	10,5%
Otros	635	1.525	3.033	2.503	2.506	0,1%
Pasivo Corriente	11.892	13.318	22.285	33.920	37.470	10,5%
Deuda Financiera	2.260	1.518	2.875	6.478	5.031	-22,3%
Deuda Bursátil	11.000	11.500	17.000	32.000	51.401	60,6%
Otros	795	1.021	509	639	889	39,1%
Pasivo No Corriente	14.055	14.039	20.384	39.117	57.321	46,5%
PASIVO TOTAL	25.947	27.357	42.669	73.037	94.791	29,8%
Capital	13.160	17.611	34.393	45.007	46.507	3,3%
Reservas	815	1.604	2.498	3.665	4.018	9,6%
Resultado del Ejercicio	3.500	9.168	13.218	7.465	7.992	7,1%
PATRIMONIO NETO	17.494	28.383	50.110	56.316	58.552	4,0%
RESULTADO	dic-13	dic-14	dic-15	dic-16	dic-17	Var%
Ventas Netas	29.430	46.162	55.877	60.693	78.696	29,7%
Costo de Mercaderías	-9.328	-13.947	-16.129	-20.045	-35.923	79,2%
Utilidad Bruta	20.102	32.215	39.748	40.648	42.773	5,2%
Gastos de Ventas	-6.525	-10.196	-11.685	-13.721	-12.974	-5,4%
Gastos de Administración	-4.404	-5.573	-7.278	-7.498	-6.058	-19,2%
Utilidad Operacional (EBITDA)	9.173	16.446	20.785	19.429	23.741	22,2%
Previsiones	-1.176	-1.236	54	-2.623	-2.785	6,2%
Depreciación	-117	-177	-211	-270	-360	33,3%
Utilidad Operacional Neta (UAI)	7.880	15.033	20.628	16.536	20.596	24,6%
Gastos Financieros	-4.293	-4.978	-6.037	-8.405	-12.429	47,9%
Utilidad Ordinaria	3.587	10.055	14.591	8.131	8.167	0,4%
Ingresos/Egresos Extraordinarios	788	860	1.140	886	1.294	46,0%
Ajustes de cambio	-181	-7	-91	-27	-69	155,6%
Utilidad Antes de Impuestos (UAI)	4.194	10.908	15.640	8.990	9.392	4,5%
Impuesto a la Renta	-510	-1.200	-1.726	-1.132	-980	-13,4%
UTILIDAD NETA	3.684	9.708	13.914	7.858	8.412	7,1%
Reserva Legal	-184	-540	-696	-393	-420	6,9%
RESULTADO DEL EJERCICIO	3.500	9.168	13.218	7.465	7.992	7,1%

CARACTERÍSTICAS y EVALUACIÓN DEL INSTRUMENTO

PROGRAMA DE EMISIÓN GLOBAL (PEG) USD2	
Emisor	LC Risk Management S.A.E.C.A.
Aprobación	Acta de Directorio N° 453 de fecha 23 de Abril de 2018
Denominación	USD2
Tipo	Bonos
Monto y Moneda	US\$ 2.000.000.- (Dólares Americanos Dos Millones)
Cortes mínimos	US\$ 1.000.- (Dólares Americanos Un Mil)
Plazo de emisión	Entre 1 y 10 años según el complemento de Prospecto de cada serie
Tasa de interés	A ser definida para cada serie
Garantía	Garantía Común
Pago de capital e interés	A través del Agente de Pago designado por BVPASA
Rescate anticipado	No se prevé rescate anticipado
Forma de emisión	Se emitirá un Título Global para cada serie
Series	Serán establecidas por el Directorio de la sociedad
Destino de los fondos	Sustitución de deuda de corto plazo y capital operativo
Agente intermediario	CADIEM Casa de Bolsa S.A.

Este Programa de Emisión fue considerado para evaluar la capacidad de pago y la solvencia de LC Risk, bajo los supuestos de una emisión y colocación durante el 2018, del 100% del total aprobado de cada Programa, de acuerdo al Plan de Fondeo y Flujo de Caja Proyectado. De esta forma, se ha evaluado el impacto que tendrá esta nueva emisión de bonos, sobre los principales indicadores de Liquidez, Solvencia y Rentabilidad, a fin de determinar la importancia relativa del nuevo endeudamiento en la sostenibilidad del negocio.

Del análisis practicado bajo distintos escenarios, se pudo determinar que el aumento del endeudamiento no generará distorsiones significativas sobre la solvencia y el desempeño financiero, aunque podrá ocasionar el debilitamiento de la liquidez y los márgenes operacionales, debido a un mayor apalancamiento operativo y financiero. LC Risk podrá ir ajustando su Plan de Fondeo para el 2018, a fin de evaluar el monto de colocación de este Programa, en base a los requerimientos de capital operativo, de acuerdo a los niveles de venta y a la estructura de costos.

La reestructuración de la deuda financiera, mediante el canje de Bonos de largo plazo por deuda de corto plazo, podría generar una mejoría en la liquidez corriente, así como en los resultados financieros, según el diferencial de tasas que se pueda lograr.

ANTECEDENTES DE OTRAS EMISIONES

Desde su inscripción como emisor de deuda en la Comisión Nacional de Valores en el año 2011, LC Risk ha sido un activo participante del mercado de capitales. La empresa ha emitido y colocado un total de 6 Programas de Emisión de Bonos. El último PEG G6 por Gs. 15.000 millones fue emitido en 3 series, de los cuales fueron colocadas 2 series por un total de Gs. 10.000 millones en el 2017 y una serie por Gs. 5.000 millones en Marzo 2018. Igualmente, el Programa de Emisión Global PEG USD1 por USD 2.000.000 fue colocado en 3 series, de los cuales 2 series fueron colocadas en el 2017 por USD 1.500.000 y una serie por USD 500.000 en Marzo 2018. Al corte analizado, el saldo total de la Deuda Bursátil fue de Gs. 64.350 millones, incluyendo el Fideicomiso de Titularización FSH02 cuyo saldo es de Gs. 3.650 millones. El primer Programa emitido PEG G1 por Gs. 3.000 millones ya fue amortizado en su totalidad, al igual que el PEG G2 emitido por Gs. 10.000 millones y el Fideicomiso de Titularización FSH01 por Gs. 3.850 millones.

TÍTULOS DE DEUDA	Año de Emisión	Monto Emitido	Pagado	Saldo
PEG G1	2.012	3.000.000.000	3.000.000.000	0
PEG G2	2.012	10.000.000.000	10.000.000.000	0
FSH01	2.013	3.850.000.000	3.850.000.000	0
FSH02	2.014	5.000.000.000	1.350.000.000	3.650.000.000
PEG G3	2.014	10.000.000.000	0	10.000.000.000
PEG G4	2.015	10.000.000.000	0	10.000.000.000
PEG G5	2.016	15.000.000.000	0	15.000.000.000
PEG G6	2.017	15.000.000.000	0	15.000.000.000
PEG USD1	2.017	11.000.000.000	0	11.000.000.000
TOTAL DEUDA		82.850.000.000	18.200.000.000	64.650.000.000

Asimismo, en los últimos años LC Risk ha emitido Acciones Preferidas de las clases A, B y C por un total de Gs. 15.000 millones, siendo la más reciente la emisión de la clase C en el 2015 por Gs. 10.000 millones. Estas emisiones fueron realizadas como parte del Plan de Fondeo de la empresa, de acuerdo a la Política de fortalecimiento del Capital con el objetivo de mantener un adecuado nivel de solvencia patrimonial.

ACCIONES PREFERIDAS	Año de Emisión	Monto Emitido	Saldo
Clase A	2.013	3.000.000.000	3.000.000.000
Clase B	2.014	2.000.000.000	2.000.000.000
Clase C	2.015	10.000.000.000	10.000.000.000
TOTAL		15.000.000.000	15.000.000.000

La publicación de la Calificación de Riesgos de LC RISK MANAGEMENT S.A.E.C.A. para su Programa de Emisión Global USD2, se realiza conforme a lo dispuesto por la Ley N° 3.899/09 y Resolución CNV N° 1.241/09.

Corte de calificación:	31 de Diciembre de 2017
Fecha de calificación:	25 de Mayo de 2018
Fecha de publicación:	04 de Setiembre de 2018
Fecha de Autorización:	14 de Agosto de 2018 según Res. CNV N° 50 E/18
Calificadora:	RISKMÉTRICA S.A. Calificadora de Riesgos Herrera 1.341 casi Paí Perez – Asunción Tel: 441-320 Cel 0981-414481 Email: info@riskmetrica.com.py

LC RISK MANAGEMENT S.A.E.C.A.	CALIFICACIÓN LOCAL	
	CATEGORÍA	TENDENCIA
Programa de Emisión Global USD2	pyBBB+	Sensible (-)
Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con una suficiente capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero ésta es susceptible de debilitarse ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.		

“La calificación de riesgo no constituye una sugerencia o recomendación para comprar, vender, mantener un determinado valor o realizar una inversión, ni un aval o garantía de una inversión, emisión o su emisor.”

Mayor información sobre esta calificación en:

www.lcrisk.com.py
www.riskmetrica.com.py

Información general sobre la calificación de LC Risk Management S.A.E.C.A.

- 1) Esta calificación está basada en la metodología de evaluación de riesgos, establecida en el Manual de Empresas Emisoras y/o Emisiones de Acciones y Deudas, el cual está disponible en nuestra página web.
- 2) Esta calificación no constituye una auditoría externa, ni un proceso de debida diligencia, y se basó exclusivamente en información pública y en la provisión de datos por parte de LC Risk Management S.A.E.C.A., por lo cual RISKMÉTRICA no garantiza la veracidad de dichos datos ni se hace responsable por errores u omisiones que los mismos pudieran contener. Asimismo, está basada en los Estados Financieros auditados al 31 de Diciembre 2017 por la firma Gestión Empresarial.
- 3) RISKMÉTRICA utiliza en sus calificaciones el uso de signos (+/-), entre las escalas de calificación AA y B. La asignación del signo a la calificación final, por parte del Comité de Calificación, está fundada en el análisis cualitativo y cuantitativo del riesgo, advirtiéndose una posición relativa de menor (+) o mayor (-) riesgo dentro de cada categoría, en virtud a su exposición a los distintos factores de riesgo evaluados de conformidad con la metodología de calificación.

Aprobado por: Comité de Calificación Riskmétrica S.A. Calificadora de Riesgos	Elaborado por: Lic. Silvia Ramírez Analista de Riesgos
--	---